2020 年 10 月 27 日
公司研究●证券研究报告

恒顺醋业（600305.SH）

公司快报

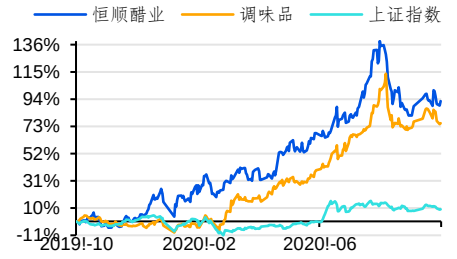
食品饮料 | 调味品 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-27)	21.56 元

交易数据

总市值（百万元）	21,623.73
流通市值（百万元）	21,623.73
总股本（百万股）	1,002.96
流通股本（百万股）	1,002.96
12 个月价格区间	13.54/27.58 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.97	7.09	87.15
绝对收益	6.05	8.89	97.28

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

恒顺醋业：收入逐季改善，期待改革效果显现 2020-08-17

恒顺醋业：20 年目标稳健，静待改革红利的逐步释放 2020-04-28

聚焦调味品业务，看好后续效率提升

事件：2020 年前三季度公司营收 14.46 亿元，同比+7.98%，实现净利 2.31 亿元，同比-8.85%，扣非净利 2.06 亿元，同比+10.87%，经营性现金流量净额为 2.84 亿元，同比-3.61%，每股收益 0.23 元。单 Q3 营收 4.93 亿元，同比+9.14%，净利 0.81 亿元，同比-25.34%，扣非净利 0.73 亿元，同比+10.61%，经营性现金流量净额为 0.95 亿元，同比-39.64%。

投资要点

◆ **收入增长较稳定，非经营项影响利润：**单三季度公司实现营收 4.93 亿元，同比+9.14%，净利润 0.81 亿元，同比-25.34%；调味品业务中，食醋营收 3.10 亿元，同比+8.29%，料酒实现 0.95 亿元，同比+27.81%，继续保持高增，业务增长稳健。净利润同比-25.34%，主要系去年同期确认了子公司的资产处置损益 4195 万，若除去该影响，三季度扣非净利润同比+10.61%。Q3 经营性现金流量金额同比-39.64%，我们预计主要系在去年低基数的基础上利息收入等有所变化所致；单三季度的销售商品、提供劳务收到的现金 5.26 亿元，同比-3.21%，主营业务带来的现金流整体较为稳定。

◆ **加速聚焦调味品的发展，盈利能力还有提升空间：**

Q3 销售毛利率同比去年下降 2.65pcts，我们预计主要系食醋的营收占比有所下降，料酒收入占比提升，料酒目前处于放量阶段，毛利率预计比食醋约少 10pcts。同时，今年以来销售毛利率在逐季改善，前三个季度公司实现综合毛利率分别为 40.50%/41.12%/41.78%。

费用端方面，Q2 由于生产生活逐渐恢复正常，公司增加了促销费和广告费等市场投入；到了 Q3，销售费用率 11.75%，同比下降 4.50pcts，我们预计主要系各大战区在搭建和管理梳理之中，费用的投放和确认节奏不同。管理费用率 10.34%，同比提升 1.73%，我们预计主要系公司改革提升人员薪酬所致

利润率方面，受资产处置的影响，公司单 Q3 销售净利率 16.81%，同比下降 7.65pcts，因此扣除非经常损益后，公司三季度销售净利率同比提升 0.20pcts，利润水平保持相对稳定。

◆ **改革在途，看好后续的机制效率提升：**自去年杭董事长上任以来，推动公司内部积极机制改革：（1）人员的梳理：前端销售人员提薪，激发销售人员的积极性；（2）传统渠道营销体系的改革：公司将现有 36 个片区重新整合划分成 8 个战区，对每个战区细化考核指标，同时给予优渥的薪酬和奖励机制，营销体系更加市场化；（3）生产端的变革：通过数字化变革，积极架设 SAP，辅助本部和战区做更详细的考核；此外公司已着手食醋/料酒的新产能项目建设，销售生产两手抓。我们认为，公司改革在途，更换营销总监、选拔各大战区总等，内部积极的变革是明显的，也是分阶段的，期待后续阶段的进一步落地。

◆ **投资建议：**随着后续战区的梳理、产能的扩张，对外市占率提升和对内降本提效均可期。公司经营目标稳健，完成双 12%目标决心坚定。我们预计公司 20-21 年 EPS 为 0.36、0.42，当前对应 PE 为 58X/51X，维持买入-B 评级。

◆ **风险提示：**竞争加剧、市场开拓不及预期、机制改革不及预期

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,694	1,832	2,073	2,395	2,818
YoY(%)	9.9	8.2	13.1	15.5	17.7
净利润(百万元)	305	325	365	417	504
YoY(%)	8.4	6.6	12.4	14.4	20.8
毛利率(%)	42.2	45.3	46.5	47.3	49.1
EPS(摊薄/元)	0.30	0.32	0.36	0.42	0.50
ROE(%)	14.3	14.1	14.3	14.8	15.9
P/E(倍)	69.7	65.4	58.2	50.9	42.1
P/B(倍)	10.4	9.4	8.7	7.8	6.9
净利率(%)	18.0	17.7	17.6	17.4	17.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1205	1185	1385	1448	1697
现金	159	263	278	404	405
应收票据及应收账款	140	90	202	115	270
预付账款	9	12	14	15	20
存货	304	311	375	403	482
其他流动资产	592	509	516	511	520
非流动资产	1646	1797	1934	2103	2312
长期投资	47	137	225	312	400
固定资产	1028	907	984	1098	1251
无形资产	87	84	59	31	-2
其他非流动资产	483	669	666	662	663
资产总计	2850	2982	3319	3552	4009
流动负债	641	560	693	645	746
短期借款	126	28	99	28	28
应付票据及应付账款	184	191	225	248	289
其他流动负债	331	340	369	369	429
非流动负债	**85**	**74**	**74**	**75**	**76**
长期借款	20	3	3	4	5
其他非流动负债	65	71	71	71	71
负债合计	725	634	768	720	823
少数股东权益	90	96	96	98	100
股本	784	784	1003	1003	1003
资本公积	304	280	60	60	60
留存收益	947	1189	1394	1621	1900
归属母公司股东权益	2035	2252	2454	2734	3086
负债和股东权益	2850	2982	3319	3552	4009

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	376	429	308	567	435
净利润	304	330	365	419	507
折旧摊销	91	83	74	86	102
财务费用	9	5	6	3	2
投资损失	-17	-6	1	1	1
营运资金变动	32	80	-106	85	-147
其他经营现金流	-44	-63	-32	-26	-29
投资活动现金流	-295	-124	-180	-229	-282
筹资活动现金流	-57	-208	-185	-141	-152
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.32	0.36	0.42	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.43	0.31	0.57	0.43
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.25	2.45	2.73	3.08

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1694	1832	2073	2395	2818
营业成本	979	1002	1110	1261	1434
营业税金及附加	27	25	27	36	41
营业费用	252	317	332	395	479
管理费用	112	116	135	158	197
研发费用	48	53	59	69	81
财务费用	9	5	6	3	2
资产减值损失	4	0	0	0	0
公允价值变动收益	49	21	30	27	28
投资净收益	17	6	-1	-1	-1
营业利润	357	393	433	499	612
营业外收入	21	6	11	10	10
营业外支出	8	3	5	4	4
利润总额	370	397	440	505	618
所得税	66	67	76	86	111
税后利润	304	330	365	419	507
少数股东损益	-1	6	-0	1	2
归属母公司净利润	305	325	365	417	504
EBITDA	466	474	511	584	709

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.9	8.2	13.1	15.5	17.7
营业利润(%)	8.2	10.3	10.2	15.1	22.6
归属于母公司净利润(%)	8.4	6.6	12.4	14.4	20.8
获利能力					
毛利率(%)	42.2	45.3	46.5	47.3	49.1
净利率(%)	18.0	17.7	17.6	17.4	17.9
ROE(%)	14.3	14.1	14.3	14.8	15.9
ROIC(%)	13.8	14.0	14.0	14.8	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	21.2	23.1	20.3	20.5
流动比率	1.9	2.1	2.0	2.2	2.3
速动比率	0.5	1.5	1.4	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	12.4	16.0	14.2	15.1	14.6
应付账款周转率	5.6	5.3	5.3	5.3	5.3
估值比率					
P/E	69.7	65.4	58.2	50.9	42.1
P/B	10.4	9.4	8.7	7.8	6.9
EV/EBITDA	45.9	43.5	40.5	35.1	28.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn